

绿城服务 (2869 HK)

短暂挫折无碍广阔前景

❖ **利润逊预期 9%。**公司 2018 年收入和净利润分别增长 30.5% 至 67.10 亿元 (人民币, 下同) 和 24.7% 至 4.83 亿元, 后者较我们估计的 5.31 亿元低 9%。若撇除出售联营公司所得的 1.16 亿元收益, 利润只录得个位数增长。利润表现未达预期, 主要归因于 (1) 园区增值服务收入利润率下降, 拖累整体利润率; (2) SG&A 费用增加, 同比增长 50%。年内公司向员工售出期权, 录得 2,640 万元费用。SG&A 费用与收入比率从 2017 年的 8.5% 上升至 2018 年的 9.8%。

❖ **物业服务稳健增长。**截至 2018 年底, 公司在管面积达到 1.70 亿平方米, 同比增加 3,200 万平方米, 与 2017 年的交付量相同。储备面积达到 1.92 亿平方米, 同比增加 4,200 万平方米。物业服务收入同比增长 25.3% 至 44.61 亿元, 占总收入 67% 及毛利 43%。物业服务毛利率在 2018 年同比增长 0.2 个百分点至 11.4%。维持低物业服务利润率是吸引新客户及提高业主粘性的有效方法。我们相信物业管理费下行风险有限, 并且有稳定提高管理费的空间。物业服务平均售价在 2018 年增加 0.04 元/平/月至 3.15 元/平/月。

❖ **园区增值服务短暂受挫。**园区服务毛利率为 25.5%, 与 2017 年的 33.5% 相比显著下降, 主要由于资产管理服务的毛利率下降以及文化教育服务持续亏损所致。房地产市场在 2018 受到严密管控, 自 4Q18 以来销量下滑, 这对公司的二手房市场中介业务产生了很大影响。在 2018 年, 绿城服务在园区教育继续投入。截至 2018 年底, 公司经营 19 所奇妙园和 3 所幼儿园。然而, 由于 2018 年行业政策收紧, 满员率并不理想。文化教育服务的毛利率降至 -52.3%。我们认为园区增值服务的受挫是暂时的。由于公司在长三角地区有广泛的高端项目覆盖, 我们认为公司能够为其早教中心选择合适的地点, 契合园区的需求和消费能力。我们预计文化教育服务的损失将在 2019 年减少。

❖ **下调目标价, 维持买入。**我们将 2019-2020 年的盈利预测分别下调至 5.98 亿元和 7.82 亿元, 并将目标价从 7.77 港元下调至 7.50 港元, 相当于 2019 年预测市盈率 30 倍或 2020 年预测市盈率 23 倍。我们对物业管理行业维持正面看法。优质物业服务奠定业务基础, 增值服务则是利润助推器。我们认为, 绿城服务在服务质量和探索园区增值服务方面走在行业领先。文化教育服务只是园区增值服务的一部分, 短暂受折不损其广阔的发展前景。我们测算, 2018 至 2021 年间, 盈利仍将达到 31% 的复合年增长率。因此, 我们维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	5,140	6,710	8,708	10,831	13,018
净利润 (百万人民币)	387	483	598	782	1,084
每股收益 (人民币)	0.140	0.170	0.215	0.281	0.390
每股收益变动 (%)	16.7	21.4	26.6	30.7	38.7
市盈率 (x)	41.1	33.8	26.7	20.4	14.7
市帐率 (x)	9.0	7.4	6.2	5.2	4.2
股息率 (%)	0.6	0.8	1.1	1.3	1.7
权益收益率 (%)	20.2	20.8	22.0	24.2	27.6
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司及招银国际研究

买入 (维持)

目标价	HK\$7.50
(过去目标价)	HK\$7.77
潜在升幅	+12.1%
当前股价	HK\$6.69

黄程宇

huangchengyu@cmbi.com.hk
(852)-3761-8773

文干森, CFA

samsonman@cmbi.com.hk
(852)-3900-0853

房地产服务行业

市值 (百万港元)	18,583
3 月平均流通量 (百万港元)	35.6
52 周内股价高/低 (港元)	8.40/4.75
总股本 (百万)	2,777.8

资料来源: 彭博

股东结构

Orchid Garden	36.7%
李海荣	20.3%
绿城中国	5.0%
流通	38.0%

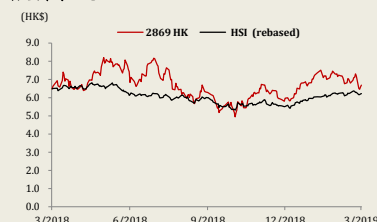
资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.7%	-9.6%
3-月	13.8%	0.9%
6-月	4.9%	1.2%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.lvchengfuwu.com

财务报表

利润表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	5,140	6,710	8,708	10,831	13,018
物业管理服务	3,560	4,461	5,577	6,612	7,572
咨询服务	680	939	1,236	1,618	2,103
园区生活服务	900	1,310	1,894	2,601	3,342
销售成本	(4,194)	(5,512)	(7,010)	(8,636)	(10,182)
毛利	946	1,198	1,698	2,195	2,836
其他收入	20	36	13	13	13
销售费用	(23)	(59)	(78)	(97)	(117)
行政费用	(416)	(597)	(784)	(975)	(1,172)
其他费用	(43)	(61)	(78)	(97)	(117)
息税前收益	485	516	771	1,038	1,443
应占联营及合营公司收益	8	(21)	4	7	10
净融资成本	19	18	25	33	43
特殊收入	(2)	116	-	-	-
税前利润	509	629	800	1,078	1,495
所得税	(117)	(163)	(208)	(280)	(389)
非控制股东权益	(5)	18	6	(16)	(22)
净利润	387	483	598	782	1,084

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	1,203	1,506	1,611	1,728	1,842
物业、厂房及设备	304	372	473	583	687
联营、合营公司的权益	559	218	222	229	239
无形资产	136	156	156	156	156
递延税项资产	73	117	117	117	117
其他	132	643	643	643	643
流动资产	2,936	3,838	4,676	5,837	7,185
存货	128	291	473	583	687
贸易及其他应收账款	790	1,202	1,742	2,166	2,604
现金及现金等价物	1,836	2,180	2,297	2,924	3,730
其他	182	165	165	165	165
总资产	4,140	5,344	6,287	7,565	9,027
流动负债	2,138	2,922	3,483	4,236	4,972
贸易及其他应付帐款	1,304	1,892	2,243	2,763	3,258
合同负债	650	749	958	1,191	1,432
银行借款	-	1	1	1	1
其他	185	281	281	281	281
非流动负债	10	17	17	17	17
银行借款	-	-	-	-	-
其他	10	17	17	17	17
总负债	2,148	2,939	3,500	4,253	4,989
非控股权益	74	76	70	86	108
资产净额	1,918	2,329	2,718	3,226	3,931
权益股东应占总权益	1,918	2,329	2,718	3,226	3,931

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	485	516	771	1,038	1,443
折旧和摊销	33	44	53	56	58
营运资金变动	155	225	(161)	220	194
税务开支	(28)	34	295	(52)	(40)
其他	(117)	(163)	(208)	(280)	(389)
经营活动所得现金净额	529	656	750	981	1,266
购置固定资产	(80)	(80)	(80)	(80)	(80)
联营公司	(424)	320	-	-	-
其他	(246)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(750)	(199)	(80)	(80)	(80)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	-	1	-	-	-
股息	(134)	(178)	(209)	(274)	(380)
其他	63	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(71)	(120)	(209)	(274)	(380)
现金增加净额	(292)	337	460	627	806
年初现金及现金等价物	2,182	1,836	1,836	2,297	2,924
汇兑	(53)	6	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,836	2,180	2,297	2,924	3,730
年末资产负债表现金及现金等价物	1,836	2,180	2,297	2,924	3,730

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业管理服务	69.3	66.5	64.0	61.0	58.2
咨询服务	13.2	14.0	14.2	14.9	16.2
园区生活服务	17.5	19.5	21.8	24.0	25.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18.4	17.8	19.5	20.3	21.8
税前利率	9.9	9.4	9.2	10.0	11.5
息税前收益	7.5	7.2	6.9	7.2	8.3
有效税率	23.0	26.0	26.0	26.0	26.0
增长 (%)					
收入	38.1	30.5	29.8	24.4	20.2
毛利	32.2	26.5	41.8	29.2	29.2
净利润率	16.2	6.5	49.3	34.7	39.0
净利润	35.7	24.7	23.7	30.7	38.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
平均应收账款周转天数	56	65	73	73	73
平均应付账款周转天数	113	125	117	117	117
平均存货周转天数	26	25	25	25	25
净负债/总权益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
回报率 (%)					
资本回报率	20.2	20.8	22.0	24.2	27.6
资产回报率	9.5	8.7	9.4	10.5	12.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.14	0.17	0.22	0.28	0.39
每股股息(人民币)	0.04	0.05	0.06	0.08	0.10
每股账面值(人民币)	0.64	0.78	0.92	1.10	1.36

来源：公司资料，招银国际则预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。